

失灵的约束

Gillian Tett著

愚人金

Free Press, 纽约, 2009年, 304页,
26.00美元(精装)。

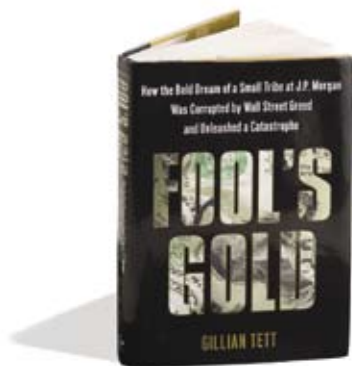
从我们尚在经历事件中, 每位《金融与发展》的读者如今都能勾勒出本次金融危机的大概轮廓, 此次危机导致了大萧条以来最严重的全球衰退。对于导致危机的确切原因, 以及为避免未来出现类似危机所需落实的措施, 众说纷纭, 从流行书籍到学术专著都会对此予以探究。

即便如此, Gillian Tett的《愚人金》还是提出了解读危机的新颖视角。该书为所有关注眼下政策辩论的人提供了精神食粮, 更不用说其文笔的生动风趣。Tett是《金融时报》金融市场报道的主笔, 2008年还被评为英国年度商业新闻记者。她能够用金融专家和初学者都欣赏的方式描述危机的根源——事实上, 任何被关于CDS、CDOs和ABS的术语所迷惑的人都将发现, 这些金融工具至少在某种程度上故弄玄虚。但她的社会人类学家的背景使其关注于“JP摩根中若干人士的大胆梦想如何被华尔街的贪婪所腐蚀, 进而带来一场灾难”。

尽管扩张性的政策与无效的监管难辞其咎(正如Tett所阐明的), 但金融危机无疑是市场约束失灵的体现。作者反复强调, JP摩根和其他金融机构开发的金融工具既能有助于控制风险又能放大风险, 这取决于使用的方式。确实, 那些对JP摩根和其他机构的发展起到重要影响的人曾认定他们大大提高了风险管理水平。但是, 正如现在所显见的, 金融创新在很多重要

的方面被误解和错用。

2001年后的低利率和下降的波动性导致了金融创新的加速, 杠杆率和金融工具的复杂性也在增加。结果是, 风险放大的速度高于大多数市场参与者的预计。一度被认为适用于公司信用违约互换(CDS)的证券化——其基本准则“了解顾



客所需”依然有其重要性——导致了新的问题, 这源于抵押债务凭证(CDOs)被以不同方式打包, 且低质的资产不断上升, 最典型的例子莫过于不一致的次级抵押贷款。随着时间的推移, 抵押贷款证券价格的不断上涨似乎反映了这样的假设: 房价将持续上升, 而这会减少次级抵押贷款的风险。在此过程中, 人们对风险模型(即使其非常复杂, 也终究是基于未来将重复过去的观念)的依赖到了其创建者可能都从未想见的程度(复杂的新金融工具对风险建模的依赖尤其令人心存疑窦, 因为它们没有历史数据可以遵循)。在相似的情形下, 信用评级(其在很大程度上恰好基于金融机构所用的这些模型)取代了本应是勤奋的投资者所做的工作。监管的支离破碎导致了其在很多方面的失灵, 经过“影子银行”部门的快速发展之后更是如此。而监管与被监管的金融体系间的联系也是

错综复杂, 且常常是不透明的。所有这些因素使得金融部门危机四伏。因此, 一旦危机袭来, 其速度和强度就相当惊人, 凸显了很少为人充分知晓的市场与机构的关系。

正如《愚人金》一书所强调的, 问题的关键是并非所有的金融机构都以相同的方式运作。某些机构(如本书的主角)在保持对金融创新加以严格的风险管理的同时, 积极参与证券化市场。另一些机构觉察到风险的上升, 持有了预期房地产市场走衰的头寸。

但是, 本书指明了短期压力, 以表明在很多情况下对利润的追逐促使机构过度承担风险。本书探究了虽然JP摩根在CDS市场上拥有重要头寸, 却不是CDO市场的主要玩家的原因。Tett描述了当竞争对手积累起巨额且不透明的头寸时, 某些人是如何认为企业在该市场失去机会的。通过生动的细节, 她同样描绘了JP摩根的主要玩家在努力了解其他金融企业如何对CDOs计提利润(事后才知道其竞争者仅仅是通过错误定价将杠杆率增至空前的水平, 某些情况下还通过在报表中积累并隐藏巨大风险来达到此目的)的过程中, 尝试令数额“累加”。但是, “在21世纪的新金融领域中, 极少有分析师不厌其烦地关注于杠杆率和风险敞口”。他们只盯着收益和公布的利润数据。

书中的故事令人信服, 但其对决策者的建议却远不如前者那么明了。事实上, 最值得探究的教训恰恰是作者没有深入讨论的。特别地, 本书(以及在眼下的政策讨论中)最明显的缺失是对关键金融部门股东和董事会的关注。当他们的机构积累大量风险时, 他们在做什么? 为何高层在很多方面(尽管不是所有方面)忽视了这些机构的无效? 如果此类公司治理失灵是本

次危机的关键原因，未来决策者的监管回应会有效吗？

正如书中所描写的，在解释为何会极度缺乏适当的风险管理时，道德风险看上去只充当了很小的（如果有的话）角色。本书表明，主要的金融玩家并未承担无法承受的风险，因为其预期将获得政府的救援：在危机袭来之前，2008年9月起事态的发展大大超出危机来袭前几个月甚至几周内这些金融玩家的预想。事实上，受影响企业中的高管一度承受大量的个人损失，因为尽管其机构获得巨大的公共支持，他们所持有的股票还是急剧下挫。

尽管个人薪水的增长是金融创新不断涌现的基本激励，但至今我们对薪酬改革的潜在影响还不甚了了。许多主要玩家的薪酬安排已经与现今关于最优实践的观点大体一致。而不得不提的是，从一开始绝大多数此类机构就没有看清其正在以积累长期风险的代价换取短期利润。许多人相信他们已经发现未来

若干年管理风险和改革金融业的工具。

最后，尽管某些危机事后的反思将证券化的兴衰归咎于“贷款并证券化”的业务模式（例如要求背书人保持最低水平的投入资金），此次危机的真正冲击却在于主要金融机构制造并保存在账目中的风险所导致的空前损失。

所有这一切都表明，尽管提高监管体系的水平极其重要，但我们不应该预期这样的努力能完全规避发生金融危机的可能性。最好的情况是，我们有望缩小危机的影响范围，减轻其代价。此外，虽然已有的某些金融创新并不一定对社会有益，但绝大多数是有益的，或者说只要恰当管理就能做到。确实，恢复这些市场（尽管受制于更多的监管，而且可能规模缩小）将是经济增长复苏的关键。

在本书结尾，Tett赞同了某些明智且相当直接的政策建议：中央银行家对金融事件给予更多的关

注，金融体系保有更多的资本，令金融产品更加简单、透明度更高。但她同时还强调需对“金融文化”进行反思，“回归节俭、适度、平衡和注重常识的美德”。她认为人们大致了解的意识形态在形成此次金融危机中有关键作用——其中很大程度上是源于“社会缄默”或无法揭示令人不安的事实。

与此同时，危机催生了具有广泛基础和创新性的方法，其被用于根据在过去两年间市场参与者吸取的深刻教训对改革进行补充。首要目标是：令金融体系、特定机构和组成它们的个人能够更好地理解、度量和风险管理这一市场不可或缺的组成部分。

John Lipsky

IMF第一副总裁（Lipsky在1997—2006年先后担任JP摩根投行的首席经济学家和副主席）

在长期中，凯恩斯复活了

Robert Skidelsky著

凯恩斯：

大师归来

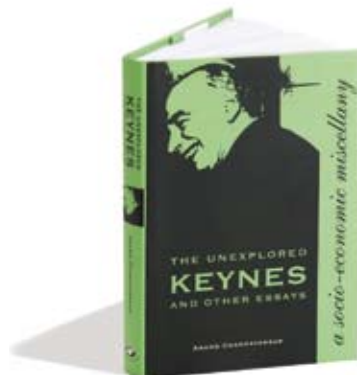
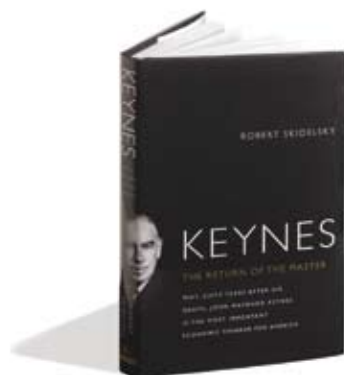
Public Affair，纽约，2009年，250页，25.95美元（精装）。

Anand Chandavarkar著

凯恩斯的另一面和其他随笔：

社会经济学杂志

学术基金会出版社，新德里，2009年，346页，995卢比（精装）。



1984年，诺贝尔经济学奖得主乔治·斯蒂格勒著文预言经济学即将成为社会科学的皇后。他将经济学称为“一门帝国科学”，一种通

过“常常是反对恐惧和敌对的天性的……经济学家—传教士”的著作指导着其他社会学科。然而在加冕礼之前，有趣的事情发生了：在斯

蒂格勒发表此文的25年后，普遍的观点是经济学需要向其他学科学习的和需要教给后者的一样多。一个著名的例子出现的行为金融学领

书评

域，该学科借鉴心理学和社会学的洞见来理解金融市场。过去十年间公司欺诈案接踵而至，而贪婪驱动的金融危机再次死灰复燃，如今的经济学需要更紧密地结合伦理学。而2009年的诺贝尔经济学家也因此颁给了政治学家。

这种事态应该不会让英国经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯（这两本的主人公）感到惊讶或沮丧。经济学的根基复归于哲学，事实上，早期经济学家就被称为“世俗

“尽管关注经济运行的稳定性，但凯恩斯并不想成为资本主义的掘墓人。”

哲学家”。历史学家Skidelsky和经济学家Chandavarkar强调凯恩斯曾将经济学称为道德科学，其被用以向人们展示如何过上“好的生活”，但Skidelsky说：“对凯恩斯而言，好的生活并不是指人们福利的改进：它使本身变得更好”。Chandavarkar写道：凯恩斯寻求将政策方案与“经济效率、社会公正和个人自由”结合在一起。只有经济学家广泛了解众多领域，这一点才可能实现——凯恩斯曾在书中写道：经济学家应该“在某种程度上是数学家、历史学家、政治家和哲学家……”。

信心的作用

凯恩斯同样指出了心理学的重要性，最突出的例子莫过于他断言商业投资很大程度上取决于人们的信心。Skidelsky说，凯恩斯认为商人的盈利预期并非“稳定地与生产力和节俭相挂钩”，而是受未来的不确定性和对波动的预期所驱动。凯恩斯认为“这种对不确定性的认

知有利有弊：有时人们比其他时候更有信心，当信心高涨时，经济繁荣，当信心低落时，经济疲软”。

因此，乐观预期的崩溃将导致经济的崩溃。而当经济低迷时，悲观预期和随之而来的失业将挥之不去。政府的作用是在私人信心低落时通过实施公共投资来稳定经济。尽管政府在某些生产性活动上的支出是有益的，但根据凯恩斯著名的论断，在私人部门一蹶不振之时，即使政府进行先挖沟再将其填满的活动也应该受到欢迎。“信心的状况”，凯恩斯写道，“对实践者始终保持最密切关注的事件来说至关重要。但经济学家并未对此进行仔细的分析”。

尽管关注经济运行的稳定性，但凯恩斯并不想成为资本主义的掘墓人。他同样不希望政府长期充当主要角色。Chandavarkar写道：对年轻时期和成熟期的凯恩斯来说。经济运行的原动力从本质上说都是民主环境下的个人首创精神和企业活动。对于政府的作用，凯恩斯写道：“它并不是做那些个人已经做过的事情，将这些事情做得好一些或次一些，而是做那些眼下根本没人做的事情。”他反对计划经济体制，因为对他而言，很明显一个任由政府支配一切的体系将无法实现物质和精神上的目标。Skidelsky谈到20世纪20年代的苏联之旅令凯恩斯深信“如果一切都不工作，一个人无法享受到好的精神状态。”

凯恩斯希望人们借助市场和资本主义的力量找到致富的捷径，一旦人们富裕了，他们将致力于过上好的生活——欣赏美，欣赏艺术，以及欣赏其他文明的消遣。毕竟，这就是凯恩斯所做的。正如Chandavarkar在书中所言，凯恩斯“不费吹灰之力地调和着几个截然不同的世界的理念和事务——剑桥、伦敦市、英国政府和布鲁姆伯利集团”。

盲点

在凯恩斯的一生中，经济学的基本问题是富国的萧条和失业，而不是像印度这样的穷国的经济发展。正如Skidelsky所说，尽管凯恩斯强调伦理，但他从未考虑过“帝国法则在人性和道德上的影响，或者英国是否在剥削印度”。Chandavarkar指出，凯恩斯的立场与布鲁姆伯利集团的其他成员（如E.M.福斯特和莱昂纳多·沃尔夫）形成了“鲜明反差”。

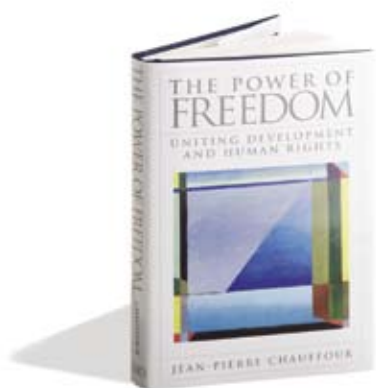
讽刺的是，凯恩斯作为经济学家的声誉最初是建立在其关于发展中经济体的论著（1913年出版的《印度的货币和财政》）上的。但Chandavarkar（其已从IMF的职位上退休）不无挖苦地指出，凯恩斯的这本书“既对在印度的行动无益又对与财政部的讨论无益”。（Chandavarkar没有放过凯恩斯与印度的任何联系：他提出在一部宝莱坞电影的场景中，女主角全神贯注地阅读凯恩斯的《通论》）。事实上，除了去墨西哥和埃及度假，凯恩斯从未到访过任何发展中国家。Chandavarkar说，人们必须接受这样的现实：用经济学家萨缪尔森的话来讲，就是“矛盾之处在于，一方面凯恩斯是位世界主义者，一方面又是位最狭隘的英国爱国者”。

凯恩斯的一位追随者曾经说过，如果后世对凯恩斯的重新评价没有将其“视为一位真正伟人和伟大的经济学家，那么关于伟大的定义将出现令人遗憾的错误。”这两本出众的书将有助于我们确认：凯恩斯将永远被视为一位伟人和一名伟大的经济学家。

Prakash Loungani

IMF研究部顾问

对我说



Jean-Pierre Chauffour 著

自由的力量：

全面发展和人权

Cato Institute, 华盛顿, 2009年,
212页, 22.95美元 (精装)。

几年前,在我领导IMF的代表团赴非洲期间,我曾与一位民间社会的代表讨论了她的国家的预算。她呼吁为抗击HIV/AIDS提供更多资金,并恳请令公民获得接受拯救生命的治疗的“权利”优先于所有其他支出项目。在我看来,此类权利还有很多,其中的多数将拯救生命,而该国的财政部长仍在分配政府支出的问题上进行艰难的抉择。我和财政部长的观点并不完全一致,但我们避开分歧,在一项权宜措施(更多的援助)上达成共识,因此将根本的问题推迟到以后解决。

就像许多我们在发展中国家的合作者所做的那样,当我的宏观经济学家同事和我开始涉足这一领域时,我们有着相似的跨学科讨论,内容涉及政府在配置支出决策上遇到极端困难的核心问题,以及国际团体为帮助其进行决策所做的尝试。我们不但没有共同的框架,连语言也不通。人权的倡议者、经济学家、援助者、驻地的发展专家

和政府的决策者都设法用不同的范式解决这些问题,并致力于相互沟通。挫败感与日俱增,因为当地民众的问题是如此急迫而显见。当我们进行探讨时,需要救助的人们已经奄奄一息。

在其发人深省的《自由的力量》当中,Jean-Pierre Chauffour试图找出跨学科发展范式的共性。他认为自由能够弥合亟待解决的发展与人权间的鸿沟。不像外国援助,

“Chauffour试图找出跨学科发展范式的共性。”

拥抱自由并没有掩饰或推迟困难的抉择。相反,Chauffour认为其为我们提供了跨学科交流的框架,而且能够刺激发展,从而使人们的生活水平上升,并保障他们的人权。

Chauffour向我们展现了人权法案和发展法案的制定,前者源于1986年的发展权利宣言,而后者可能极为清晰地体现在了千年发展目标(MDGs)中。书中第一部分中的前两章回顾了大量的相关历史和观点,他的中心论点出现在第三章,其是基于人类发展“权利”的内在理念[对此他认为人们过于频繁地将道德上的必要性(正当性)置于任何权利的准确定义之上]。接下来一章名为“实践”,他认为实践已经使人权和发展团体陷入了争取优先权的泥潭中,而事实上并没有可见的出路。对谁的权利受到保护(哪里是他的终点和她的起点?)和谁想要保护它们(个人、国家,抑或国际性的“超级大国”?)等问题,Chauffour进行了发人深省的评判。Chauffour以怀疑的态度看待联合国的权利程序、布雷顿森林体系激发的《减贫战略报

告》和MDGs,并聚焦于对援助的众多批判。在第一部分末尾,读者可能已经对共同发展不抱幻想。

但Chauffour接下来继续发展了他关于自由的力量作为统一范式的论点。第五章的标题“经济范式”可能会令非经济学家头疼,但它为探寻个人自由的跨学科研究打下了基础。他对政府的观点趋向于极简主义——它应该避免介入个人发展,而不是试着加以干预。因此他宣扬制度创建——反复提及关于财产权的大量文献,并对发展中“参与”的确切含义进行了有趣的观察(第六章)。该章节是关于宏观政策的,其显示了作者作为宏观经济学家的功底。我发现它很好地契合了作者提出的新范式,但我并不肯定它将如何说服其他学科的人宏观经济审慎可以与人权相调和。而且鉴于当前在信息不对称和行为经济学上的研究,经济学家可能将不再抱有市场解决一切的观点。

但Chauffour承认本书的初衷不可能是令受关注学科中的每位从业者都完全满意。根据统一范式校正所有单一学科的传统观念可能过于宽泛,不过其也面临着许多相同的传统思想。对我们每个人而言,阻止我们所研究的学科受到改变可能会非常简单,找出大量的研究成果,指出我们所拥护的学科的微妙之处,然后声称Chauffour不理解我们。本书使我们开始认识到别人是如何思考的,以及我们的想法的局限性。这样我们才能就发展民众认为适合他们和他们所在社会的自由展开真正的对话。

Mark Plant

IMF非洲部副主任